

## 甘源食品 (002991.SZ) 搭建炒货零食矩阵, 渠道发力快速成长

2021年02月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

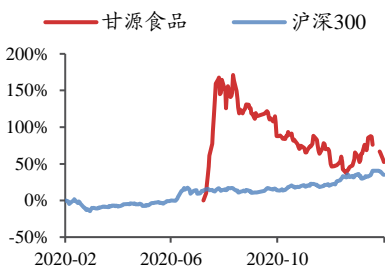
张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

日期	2021/2/23
当前股价(元)	84.33
一年最高最低(元)	158.76/46.51
总市值(亿元)	78.61
流通市值(亿元)	19.65
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.23
近3个月换手率(%)	349.01

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 产品力驱动成长, 渠道端继续发力, 首次覆盖给予“增持”评级

甘源食品定位坚果豆类炒货零食, 休闲食品赛道优质, 公司受益于行业集中度提升。公司新产品稳步投放, 打造完整的产品矩阵, 有利于公司拓展更有实力的经销商, 配合店中岛、整组成列和广告投放提升销售收入和品牌影响力; 公司毛利率和经营效率表现优异, 上市募投扩产助力成长。综上所述, 我们预计公司2020-2022年收入分别为12.86、16.62和20.31亿元, 同比增长15.9%、29.3%和22.2%; 归母净利润分别为2.03、2.58和3.22亿元, 同比增长21.1%、27.0%和24.8%; 对应EPS分别为2.18、2.77和3.46元, 当前股价对应PE分别为38.6、30.4、24.4倍。首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 坚果炒货板块潜力较大, 行业集中度仍有提升空间

休闲食品中, 坚果炒货板块成长较快, 过去7年复合增速达8.9%, 而竞争格局未像膨化食品、糖果巧克力等板块已基本稳定, 预计当前国内休闲坚果炒货行业CR5约为18%, 行业格局较为分散。头部品牌公司在原材料、供应链、渠道、管理等方面具有较大优势, 有望继续抢占市场份额, 预计行业集中度将进一步提升。

### ● 搭建产品矩阵, 发力渠道扩张, 提升品牌形象

公司作为头部坚果谷物炒货类休闲食品公司, 管理层战略清晰, 在“老三样”产品的坚实基础上, 延伸拓展新品类, 公司新产品稳步投放, 预计到2021年二季度完成产品矩阵布局, 同时完善的产品矩阵有助于拓宽渠道, 吸引更有实力的经销商, 公司线下布局店中岛和整组陈列, 投放广告提升品牌影响力, 线上同时发力, 自建产能不断工艺创新, 产能利用率保持高位, 同时募资后建设河南新工厂将为未来销售增长保驾护航。

● **风险提示:** 新品不及预期, 原材料涨价风险, 疫情发展影响, 食品安全风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	911	1,109	1,286	1,662	2,031
YOY(%)	15.7	21.7	15.9	29.3	22.2
归母净利润(百万元)	120	168	203	258	322
YOY(%)	93.0	40.1	21.1	27.0	24.8
毛利率(%)	40.6	41.6	41.6	43.4	43.4
净利率(%)	13.2	15.1	15.8	15.5	15.9
ROE(%)	29.5	33.3	32.1	31.4	30.4
EPS(摊薄/元)	1.29	1.80	2.18	2.77	3.46
P/E(倍)	65.6	46.8	38.6	30.4	24.4
P/B(倍)	19.3	15.6	12.4	9.6	7.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、深耕中华五谷小吃，业绩持续向好 .....	4
1.1、公司十五年迅速发展，成为籽类零食领军企业 .....	4
1.2、股权结构稳定，管理团队经验丰富 .....	4
1.3、专注零食主营业务，收入利润快速增长 .....	5
2、坚果炒货行业空间广阔，品牌企业有望抢占份额 .....	6
2.1、休闲零食整体增长迅速，行业空间广阔 .....	6
2.2、各公司渠道有所不同，线下仍占主导，线上占比逐步提升 .....	8
2.3、行业集中度较低，品牌企业有望抢占市场份额 .....	10
3、搭建产品矩阵，提升品牌形象，发力渠道扩张 .....	11
3.1、核心产品基础稳固，口味新品持续推出 .....	11
3.2、营销发力，提升品牌形象 .....	14
3.3、经销渠道为核心，线上线下同步发展 .....	14
3.4、毛利率水平较高，经营效率持续提升 .....	17
4、盈利预测与投资建议 .....	19
5、风险提示 .....	20
附：财务预测摘要 .....	21

## 图表目录

图 1：十五年深耕籽类零食领域，公司发展迅速 .....	4
图 2：公司股权结构清晰 .....	5
图 3：2016-2019 年营业收入复合增长率为 16% .....	6
图 4：2016-2019 年归母净利润复合增长率为 50.79% .....	6
图 5：公司毛利率、净利率逐年上升 .....	6
图 6：公司期间费用率稳中有降 .....	6
图 7：2010-2019 年我国休闲食品 CAGR 达 12.47% .....	7
图 8：2019 年我国零食人均消费对比海外差距仍较大 .....	7
图 9：2019 年中国坚果炒货市场规模达到 1766 亿元 .....	7
图 10：炒货板块近 5 年保持 10% 以上复合增速 .....	7
图 11：我国人均可支配收入逐年提升 .....	8
图 12：我国 2011-2019 年城镇化率不断上升 .....	8
图 13：我国居民消费结构升级，多维度需求待满足 .....	8
图 14：疫情期间 88% 的消费者维持或更多食用零食 .....	8
图 15：2010-2019 年中国快递业务量 CAGR 为 44.31% .....	9
图 16：休闲食品线上销售占比逐年提升 .....	9
图 17：食品店、超市和便利店是休闲食品主要销售渠道 .....	10
图 18：电商渠道增速领先 .....	10
图 19：估算 2020H1 行业内上市公司市占率达 18%，集中度较低 .....	10
图 20：坚果炒货品牌上市企业收入稳步上升 .....	11
图 21：2020H1 行业内上市公司收入保持正增长 .....	11
图 22：2019 年中国坚果消费人群购买坚果更看重口味和品质 .....	12
图 23：2020H1 公司“老三样”产品占比较高 .....	12

图 24: 公司各系列产品近三年复合增速表现较好.....	12
图 25: 2016-2019 年公司各系列产品营收稳步上升 .....	13
图 26: 公司各系列产品毛利率稳中有升 .....	13
图 27: 每日坚果市场规模预计稳步提升 .....	14
图 28: 主打口味性坚果的韩国汤姆农场公司快速成长.....	14
图 29: 对比其他公司甘源食品营销端仍有发力空间.....	14
图 30: 公司投放营销广告, 助力销售, 提升品牌.....	14
图 31: 2016-2019 年公司在各区域销售均增长 .....	15
图 32: 2020H1 华东、华中、西南地区销售领先.....	15
图 33: 公司经销模式收入占比稳步提升 .....	15
图 34: 公司正式经销商数量保持平稳 .....	15
图 35: 公司对经销商应收账款较少 .....	16
图 36: 公司预收账款呈增长趋势 .....	16
图 37: 产品货架整组陈列和店中岛陈列提升品牌形象.....	16
图 38: 公司电商平台销售逐步增长 .....	17
图 39: 2019 年公司电商模式占比较小 .....	17
图 40: 公司毛利率水平处于行业高位 .....	17
图 41: 甘源食品毛利率持续提升 .....	17
图 42: 甘源食品存货周转天数较低 .....	18
图 43: 公司生产销售均处在较高水平 .....	18
表 1: 公司主要管理层有丰富的食品行业背景.....	5
表 2: 休闲食品行业内公司业务模式各有不同.....	9
表 3: 公司产品专注于豆类坚果炒货 .....	11
表 4: 公司研发成果和在研项目丰富 .....	18
表 5: 分项收入预测: 新品快速放量, 2021 年渠道拓张带来收入增长.....	19
表 6: 可比公司估值表 .....	20

## 1、深耕中华五谷小吃，业绩持续向好

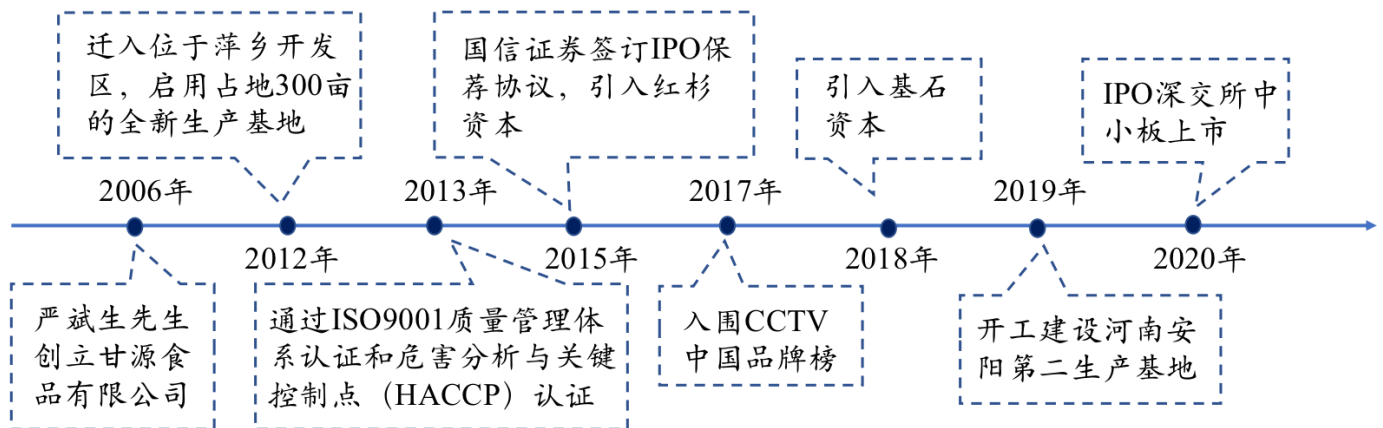
### 1.1、公司十五年迅速发展，成为籽类零食领军企业

甘源食品股份有限公司成立于2006年，主营豆类籽类炒货等休闲食品。自设立以来，公司始终秉持着传承中华五谷小吃的使命，用现代化的高品质加工制造工艺为传统产品赋能，集研发、生产、销售为一体，目前已成为豆类籽类休闲零食类的领导品牌。

2012年，公司在江西萍乡建立300余亩，面积18万平方米的生产基地。经过数十年的发展，公司已与沃尔玛、家乐福、大润发等线下大型商超达成长期合作，并且借助于互联网，与天猫、京东、拼多多、唯品会等多个自营线上渠道搭建了良好的合作关系。2019年公司在河南安阳开工建立第二生产基地，有望进一步扩大产能。

十五年来，公司深耕豆类籽类领域，不断扩大其竞争优势及品牌影响力，多次获得荣誉奖项。2016年，公司品牌被中国副食品流通协会授予“2016年度中国食品行业创新十佳品牌”；2017年，公司蟹黄味瓜子仁、蟹黄味蚕豆获得中国食品工业协会经典产品奖，并成功入围CCTV中国品牌榜；2018年，公司“甘源”蟹黄味瓜子仁获得第十六届中国国际农产品交易会参展农产品金奖，品牌影响力进一步加深。

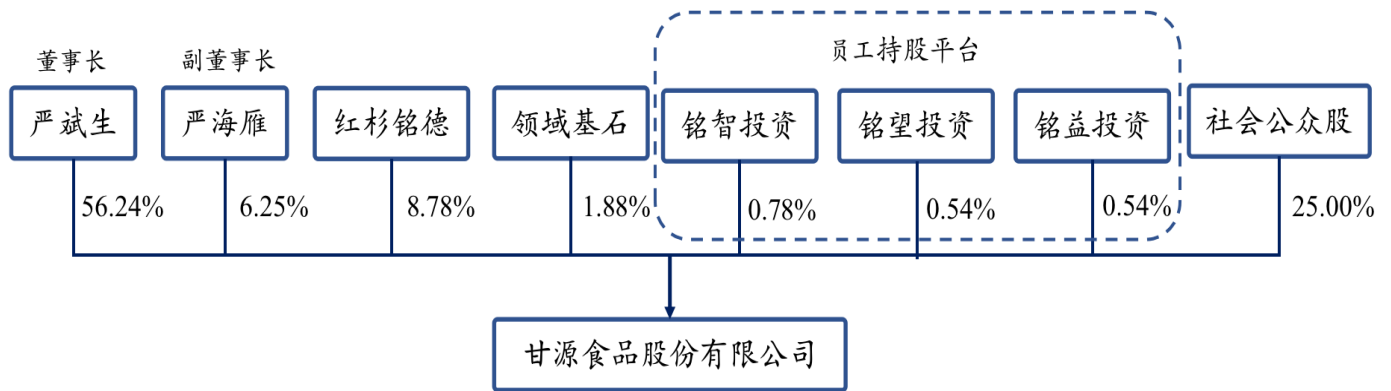
图1：十五年深耕籽类零食领域，公司发展迅速



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、股权结构稳定，管理团队经验丰富

**核心员工持股，增强管理层动力。**经过几次增资、股份转让，公司董事长兼总经理严斌生直接持有公司56.24%的股权，为公司的实际控制人。自然人股东严海雁担任公司副董事长、副总经理兼董秘，持股6.25%。红杉铭德和领誉基石分别持股8.78%和1.88%。公司员工持股平台铭智投资、铭望投资和铭益投资共持股1.86%，清晰稳定的股权结构保证了管理层诉求与公司利益一致，为公司发展打下坚实基础。

**图2: 公司股权结构清晰**


资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**公司管理层运营经验丰富。**公司董事长兼总经理严斌生多年从事于食品行业，曾任职于广东七宝一丁食品、佛山市高明森和园食品和顺德市花之心食品有限公司，有丰富的管理、销售及运营经验。副总经理严剑曾任职于东莞市润达食品和江西正源食品。副董事长严海雁曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局。从履历可知公司管理层深耕食品行业多年，管理经验丰富。

**表1: 公司主要管理层有丰富的食品行业背景**

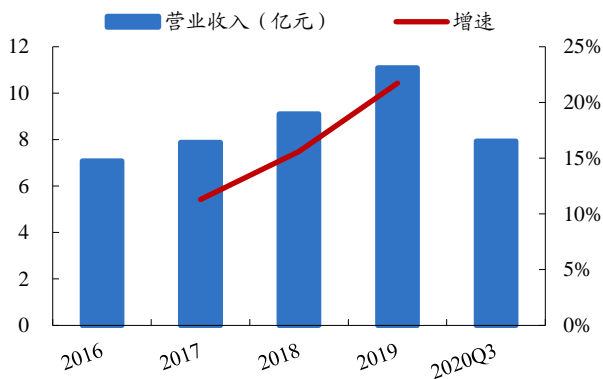
高管名称	职务	履历
严斌生	董事长、总经理	1975年出生，曾任职于广东七宝一丁食品有限公司、佛山市高明森和园食品有限公司、广州市番禺区石基甘源食品厂、顺德市花之心食品有限公司。2017年至今任公司总经理及法人代表。
严海雁	副董事长、副总经理、董事会秘书	1972年出生，曾任职于江西省萍乡市质量技术监督局。2018年10月至今任公司董秘。
严剑	副总经理	1978年出生，曾任职于东莞市润达食品责任有限公司、江西正源食品工业有限公司。2018年10月至今，任甘源食品董事会秘书。
涂文莉	财务总监	1981年出生，曾任职于广东小猪班纳服饰有限公司、广州心赢销服饰有限公司，2017年7月至2018年9月任甘源食品财务副总监。2018年10月至今，任甘源食品财务总监。

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

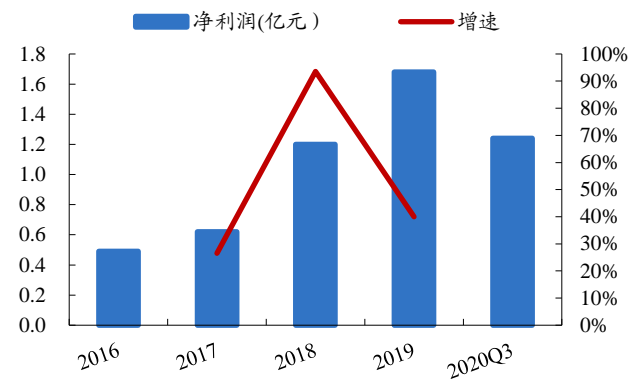
### 1.3、专注零食主营业务，收入利润快速增长

**公司业绩优异，维持高速增长。**公司主营业务为中华五谷小吃，主要为各类籽坚果和树坚果炒货。公司营业收入从2016年的7.08亿元增长到2019年的11.09亿元，复合增长率为16%，公司归母净利润从2016年的0.49亿元增长到2019年的1.68亿元，复合增长率为50.79%，利润增速高于营收增速。2020Q3营业收入为7.94亿元，同比增长9.82%，归母净利润1.24亿元，同比增长21.57%。2020年公司基本未受疫情不利影响，主要由于坚果炒货产品占家庭消费场景比例较大，疫情期间消费者居家时间长，消费未减少。



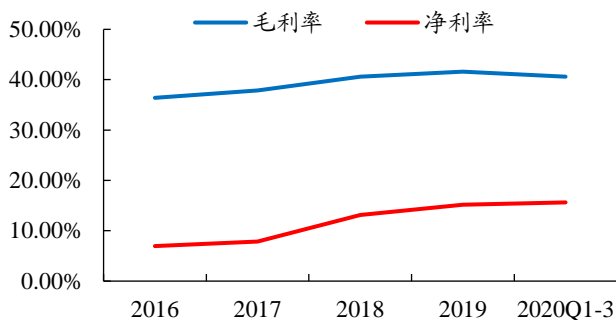
**图3: 2016-2019 年营业收入复合增长率为 16%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

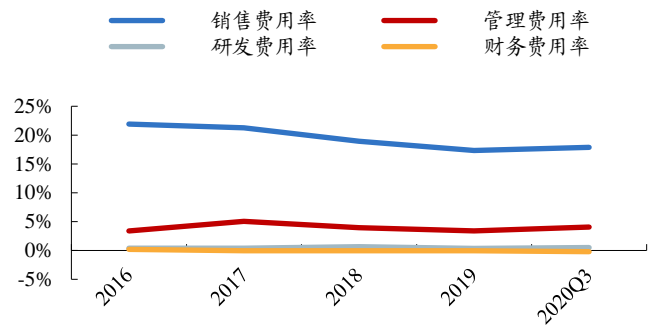
**图4: 2016-2019 年归母净利润复合增长率为 50.79%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司毛利率稳中有升，净利率逐年上升。公司 2019 年毛利率为 41.60%，同比增长 1.03pct，受益于公司青豆等高毛利产品占比逐步提升。2020Q1-3 公司毛利率为 40.61%，同比下降 1.06pct，主要系原材料棕榈油的价格上升所致。公司净利率从 2016 年的 6.96% 增长至 2019 年的 15.15%，2020Q1-3 净利率为 15.63%，同比增长 1.46pct，疫情期间净利率不降反升，体现出较好的控费能力。三费控制能力优异，销售费用逐年下降，2019 年销售费用率为 17.33%，同比下降 1.61pct。

**图5: 公司毛利率、净利率逐年上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图6: 公司期间费用率稳中有降**


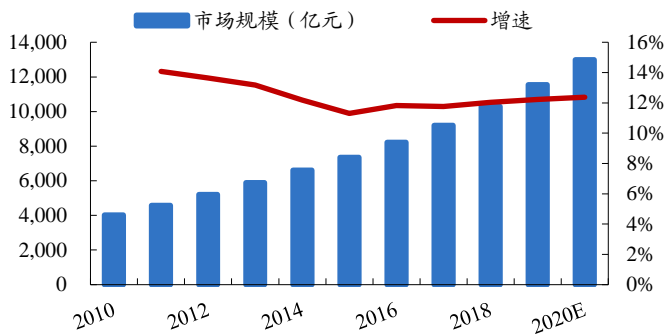
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、坚果炒货行业空间广阔，品牌企业有望抢占份额

### 2.1、休闲零食整体增长迅速，行业空间广阔

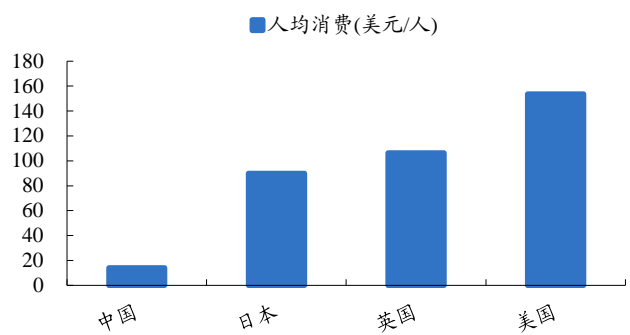
休闲食品市场可观，对比海外仍有上升空间。休闲食品是指在休闲时光消费及食用的食品，主要包括休闲卤制品、糖果蜜饯、烘焙食品、炒货、饼干和膨化食品。根据 Frost&Sullivan 统计，我国休闲食品行业规模从 2010 年的 4014 亿元增长至 2019 年的 11555 亿元，年复合增长率为 12.47%，预计 2020 年行业规模将达到 12984 亿元。对比日本/美国/英国零食人均消费分别达到 89.8/106.5/153.6 美元，2019 年我国休闲零食人均消费仅 14.2 美元，虽不同国家饮食习惯有所差异，部分差距可能客观上会持续存在，但简单对比，国内人均零售消费金额仍有较大提升空间。

图7: 2010-2019年我国休闲食品 CAGR 达 12.47%



数据来源: Frost&Sullivan、开源证券研究所

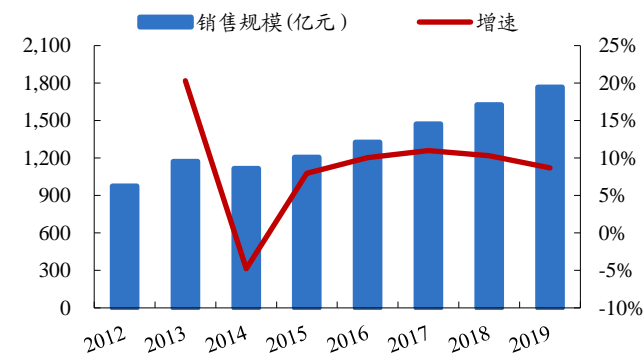
图8: 2019年我国零食人均消费对比海外差距仍较大



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

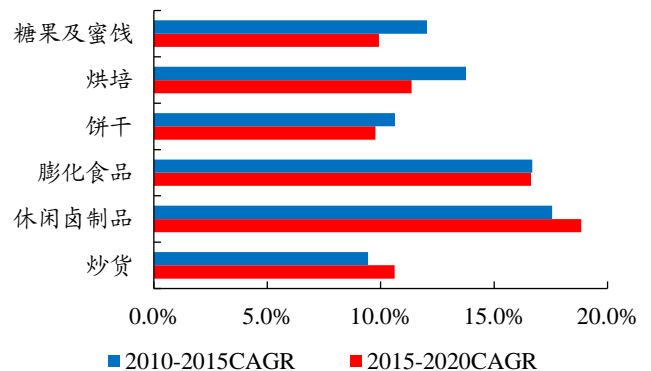
**各细分板块对比, 坚果炒货板块潜力较大。**从休闲食品细分板块看, 糖果蜜饯、烘焙食品、膨化食品市场规模较大, 但国际龙头企业占据了大部分市场份额, 竞争格局已比较稳定。而坚果炒货板块行业集中度较低, 且发展迅速; 据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会数据显示, 我国坚果炒货的销售规模从2012年的975亿元增长至2019年的1766亿元, 7年CAGR为8.86%。根据研究机构QYResearch的预测, 亚洲坚果类零食市场规模将从2019年的122.03亿美元增长到2026年的175.59亿美元, 7年复合增速达5.34%。坚果炒货板块的发展为行业内头部公司的快速成长带来了机遇。

图9: 2019年中国坚果炒货市场规模达到1766亿元



数据来源: 中国食品工业协会坚果炒货专业委员会、开源证券研究所

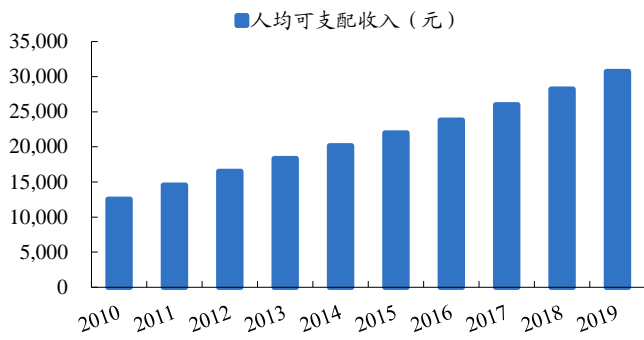
图10: 炒货板块近5年保持10%以上复合增速



数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

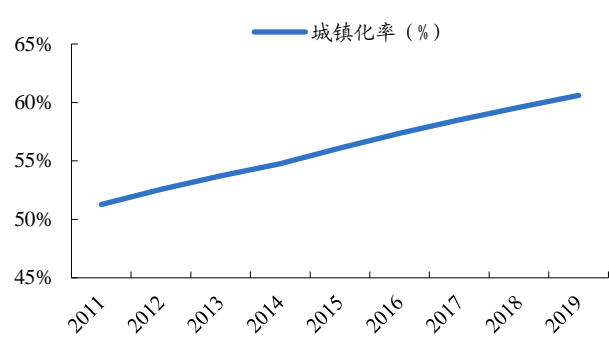
**人均收入提高, 消费结构升级, 带动行业发展。**随着经济发展, 2010-2019年我国居民人均可支配收入从12520元增长至30733元, 人均可支配收入的提升带动了居民购买力的提升。我国城镇化的推进加速了消费结构的升级, 个性化消费和办公、出行、送礼等场景化需求不断强化, 休闲食品的消费意愿逐渐提升。坚果炒货产品含有丰富的植物蛋白、矿物质等营养物质, 各年龄段的消费者对营养和健康元素更加看重, 有利于坚果炒货需求的不断提升。另外根据亿滋国际发布的2020全球零食趋势报告显示, 疫情期间居家隔离带来了消费者饮食习惯的改变, 46%的人表示在疫情期间享用更多零食, 休闲食品的消费加速增长。

图11: 我国人均可支配收入逐年提升



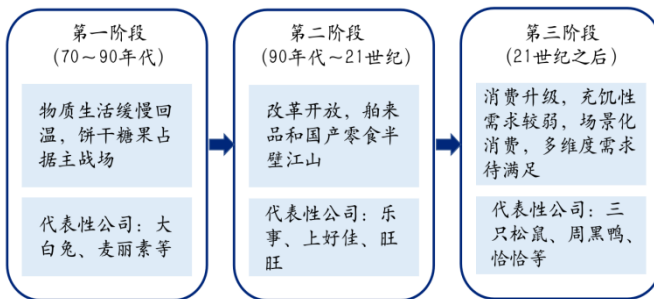
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图12: 我国 2011-2019 年城镇化率不断上升



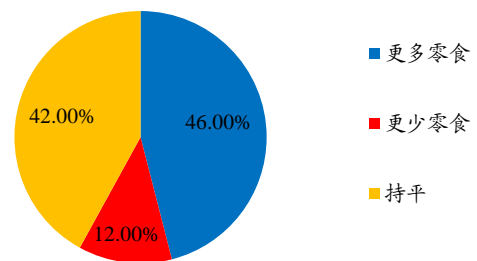
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 我国居民消费结构升级, 多维度需求待满足



资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图14: 疫情期间 88%的消费者维持或更多食用零食



数据来源: 亿滋国际、开源证券研究所

## 2.2、各公司渠道有所不同, 线下仍占主导, 线上占比逐步提升

行业内公司渠道侧重各有不同。休闲食品行业中三只松鼠、百草味以线上电商模式为主, 洽洽食品、甘源食品以线下经销商模式为主, 来伊份、良品铺子和盐津铺子以加盟店或直营模式为主。随着休闲食品行业的快速发展, 预计各家品牌企业将线上线下共同发力。



表2: 休闲食品行业内公司业务模式各有不同

公司名称	基本情况	业务模式
甘源食品	成立于2006年, 主要产品包括坚果炒货、综合果仁以及谷物酥类, 2020年深交所中小板上市	以经销、KA卖场等线下渠道为主的模式
洽洽食品	成立于2001年, 主要生产坚果炒货类、烘焙类和薯片类等休闲食品, 2011年深交所挂牌上市	以经销、KA卖场等线下渠道为主的模式
盐津铺子	成立于2005年, 产品主要包括休闲豆制品、凉果蜜饯、坚果炒货等, 于2017年深交所挂牌上市	线下直营商超为主、辅以加盟模式
来伊份	成立于1999年, 产品覆盖炒货、蜜饯、肉制品等系列, 2016上交所主板挂牌上市	以加盟店的线下销售模式为主
三只松鼠	成立于2012年, 主要产品为坚果炒货、肉脯鱼干等, 2019年深交所挂牌上市	线上模式为主, 线下渠道(加盟、直营)多元发展
百草味	主要产品包括坚果、糕点糖果、果干、肉脯海鲜、礼盒等五大系列, 于2016年被好想你收购, 2020年被出售给百事	主要为线上互联网平台
良品铺子	成立于2006年, 主要产品为肉类零食、坚果炒货、果干果脯等多个品类, 2020年上交所上市	线上、线下(加盟、直营店均有布局)

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**快递业务不断成熟, 网购环境日益改善。**随着移动互联网的发展, 手机网民数量大幅增加, 电商模式快速兴起。物流业务的日益成熟是电商模式快速发展的前提, 为休闲食品的线上发力提供了保障。根据国家邮政局数据显示, 我国快递业务量由2010年的23.4亿件增长至2019年的635.2亿件, 9年CAGR为44.31%。

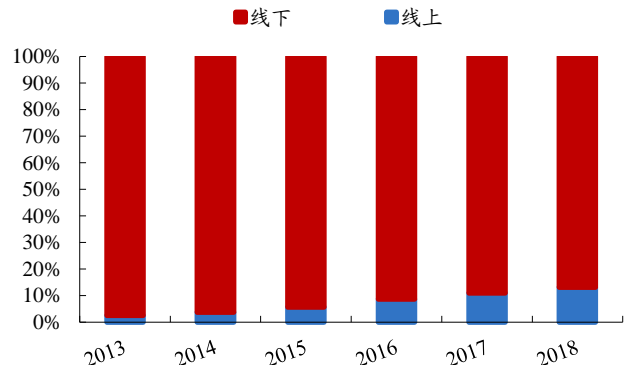
**行业线上销售占比逐年提升。**据前瞻产业研究院数据显示, 休闲食品线上销售模式占比由2013年的2.6%增长至2018年的13.2%。以网购为主的电商模式日益成熟, 线上销售占比不断提升, 原因有以下几点: (1) 线上购物满足了消费者足不出户的购物需求, 扩大了商品选择范围, 使购物更加便捷化, 不受时间和空间的限制; (2) 线上平台促销活动多, “双十一”等购物节加码进一步吸引消费者网购休闲零食。头部品牌中, 三只松鼠、良品铺子和百草味几个公司, 近年借助互联网红利实现了快速成长。

图15: 2010-2019年中国快递业务量CAGR为44.31%



数据来源: 国家邮政局、开源证券研究所

图16: 休闲食品线上销售占比逐年提升

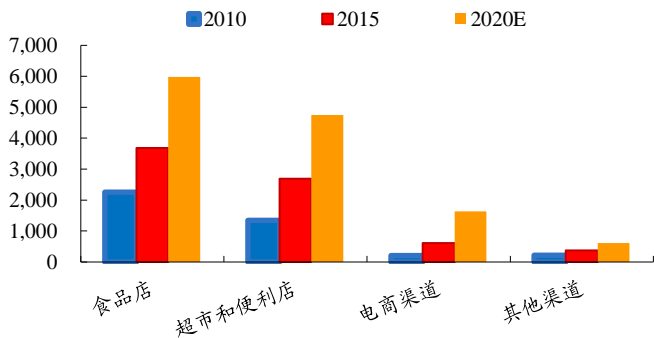


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

**线下传统模式稳定增长, 线上电商增速领先。**目前我国休闲食品行业的销售以食品店、超市和便利店等线下渠道为主, 以电商等线上渠道为辅。根据中国产业信息网数据显示, 食品店、超市和便利店零售占比最高且增速稳定, 预计2020年规模

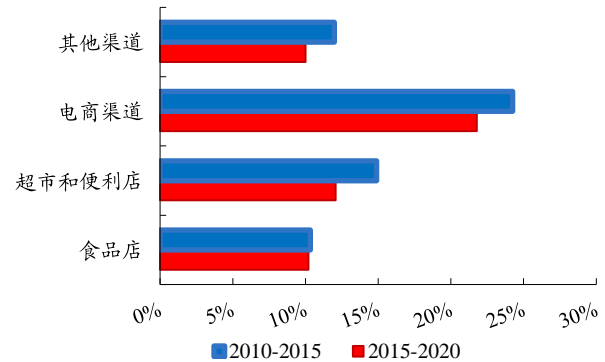
将分别达到 5985 亿元和 4751 亿元；电商模式增速领先，预计 2015-2020 年复合增长率达到 21.78%。综上可以看出，目前线上渠道增速更快，品牌竞争格局较为稳定；而线下渠道总量更大，品牌竞争格局较为分散，深耕线下的头部企业有望进一步淘汰小企业和手工作坊，实现快速增长。

图17: 食品店、超市和便利店是休闲食品主要销售渠道



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图18: 电商渠道增速领先

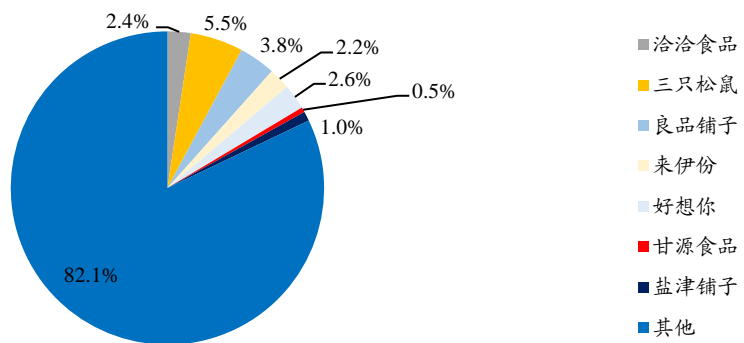


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

### 2.3、行业集中度较低，品牌企业有望抢占市场份额

坚果炒货行业集中度较低，仍有整合空间。以 2019 年 1766 亿元为基数，结合过去 7 年复合增速 8.86%，我们测算 2020H1 行业内 7 家品牌上市公司市占率约占到 18%，集中度仍处低位。除上述公司外，市场仍存在较多区域性品牌和个人作坊，行业格局较为分散。2017-2019 年线上坚果炒货行业前三大企业分别为三只松鼠、良品铺子和百草味，而线下品牌更加分散，代表企业有洽洽食品、盐津铺子、来伊份、甘源食品、恒康、正林等，集中度更低，仍有整合空间。

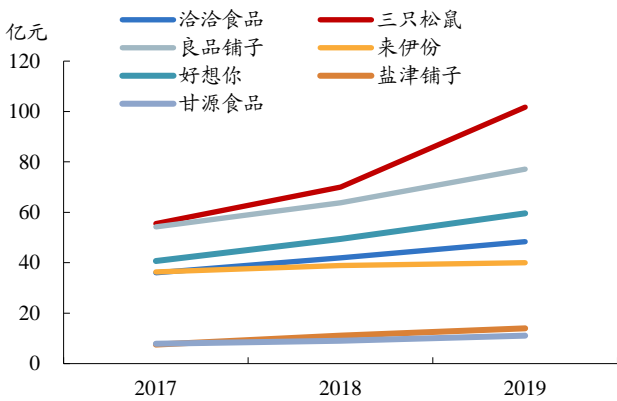
图19: 估算 2020H1 行业内上市公司市占率达 18%，集中度较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

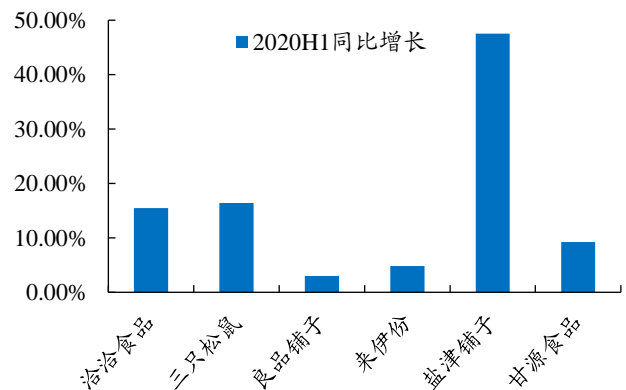
行业内品牌企业有望进一步抢占份额。首先，消费者品牌意识逐渐增强，坚果炒货等休闲食品的主力消费军是青年中年人群，他们对品牌和安全的要求更高，并且愿意为品牌产品支付一定的溢价。其次，具有独立生产基地的品牌企业对供应链的管理更具优势，食品卫生安全情况好于地方小厂和传统作坊，更高的品控、更广的渠道、更新的口味对消费者吸引力更强。另外，疫情背景下大品牌企业发力线上销售模式缓解冲击，进一步抢占市场份额。2017-2019 年坚果炒货行业中优势品牌企业的营业收入逐年上升，2020H1 坚果炒货行业内各家上市公司营业收入同比保持正增长，品牌公司基本未受疫情不利影响。

图20: 坚果炒货品牌上市企业收入稳步上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2020H1 行业内上市公司收入保持正增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、搭建产品矩阵，提升品牌形象，发力渠道扩张

#### 3.1、核心产品基础稳固，口味新品持续推出

公司产品聚焦坚果炒货零食。公司产品分为三大系列：籽类炒货、坚果果仁和谷物酥类。籽类炒货包括瓜子仁、蚕豆、青豌豆、花生等；坚果果仁包括核桃、杏仁、开心果、夏威夷果、腰果、松子等；谷物酥类包括米酥、锅巴、麻花、江米条等。公司不断对口味配方、生产路线、营销手段等进行改良优化，率先推出多种新口味产品，目前“老三样”青豌豆、瓜子仁、蚕豆产品占比公司收入的71.2%，是公司的核心单品，其中蟹黄味瓜子仁、原味青豌豆、蟹黄味蚕豆等产品在豆类休闲食品领域知名度较高。

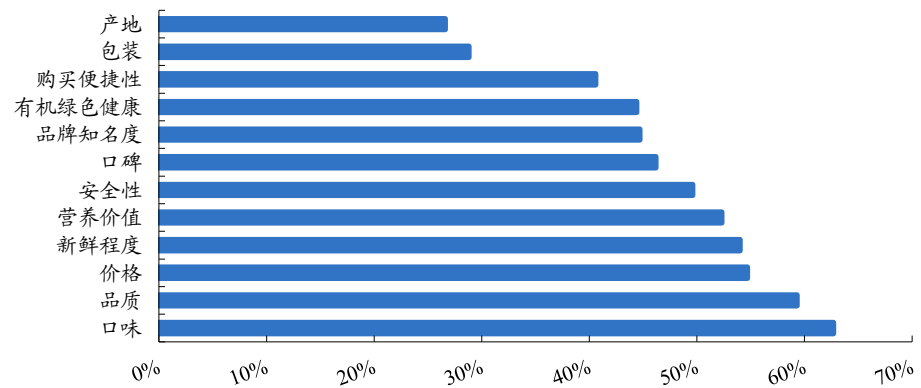
表3: 公司产品专注于豆类坚果炒货

系列	主要产品	部分产品展示
籽类炒货	瓜子仁、蚕豆、青豌豆、花生等	
坚果果仁	核桃、杏仁、开心果、夏威夷果、腰果、松子等	
谷物酥类	米酥、锅巴、麻花、江米条等	

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**坚持口味创新和优良品质，迎合消费人群新需求。**据前瞻产业研究院数据显示，超 55%的消费者在购买坚果产品时会优先考虑口味和品质。甘源食品创立至今，在坚果零食领域持续创新，先后研发出蟹黄味、牛肉味、酱香烤肉味等创新型口味，打造核心单品，迎合消费者对口味的新需求。在品质方面，甘源有独立生产基地，严格把控原材料挑选、工艺等各个生产环节，保证产品新鲜优质。同时，公司产品采用小包装形式，更能满足消费者便于携带、定量等需求。

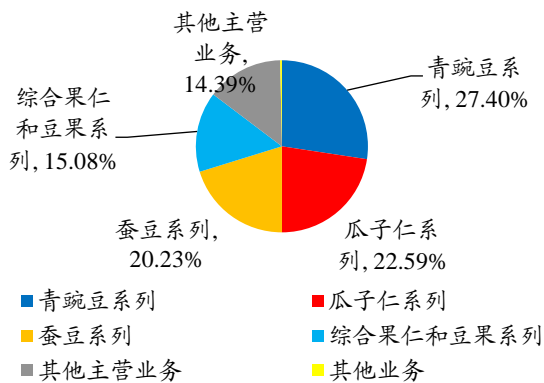
图22: 2019年中国坚果消费人群购买坚果更看重口味和品质



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

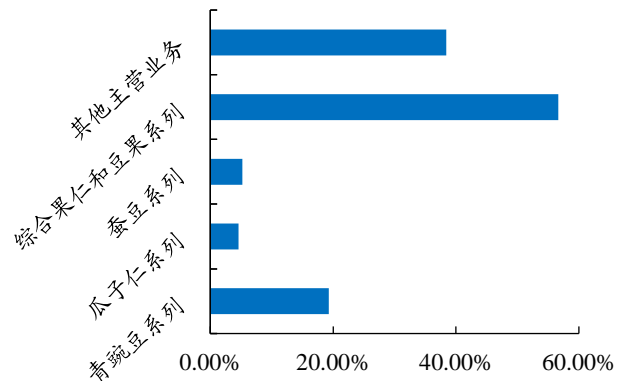
**“老三样”为核心产品，助力公司稳步成长。**“老三样”指青豌豆、瓜子仁和蚕豆系列主打产品，营收占比高，品类优势突出。“老三样”系列产品 2020 年上半年收入占比分别为 27.4%、22.6%、20.2%，是公司的基本盘，近三年收入稳步增长，其中青豌豆系列 2016-2019 年复合增速达 19.31%，增长势头显著。青豌豆、瓜子仁、蚕豆系列的毛利率分别从 2017 年的 46.06%、38.47%、41.23%增长至 2019 年的 50.04%、44.32%、45.26%，“老三样”产品毛利率维持上升趋势。

图23: 2020H1 公司“老三样”产品占比较高

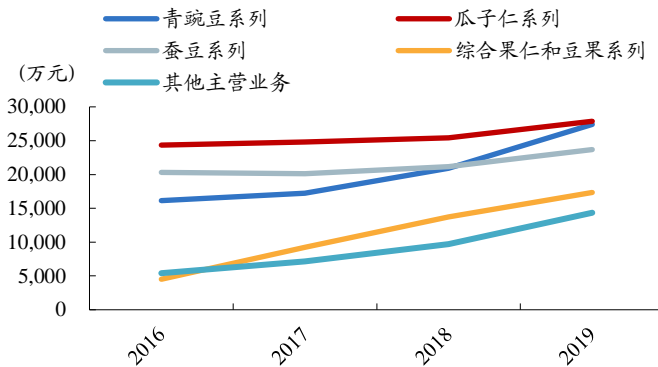


数据来源: Wind、开源证券研究所

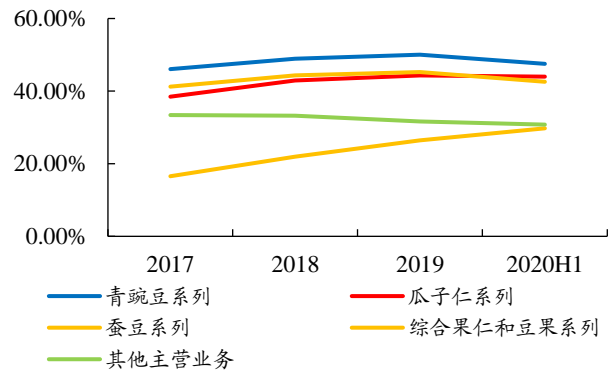
图24: 公司各系列产品近三年复合增速表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图25: 2016-2019 年公司各系列产品营收稳步上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图26: 公司各系列产品毛利率稳中有升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**培育口味新品, 打造完整产品矩阵。**公司注重口味研发, 持续推出新品, 扩大产品品类, 从2016年开始小批量推出口味性坚果、米酥产品和口味花生产品等新品类, 其中口味性坚果产品体现在综合果仁和豆果系列收入中, 米酥产品和口味花生产品主要体现在其他主营业务中, 截至2020H1公司综合果仁和豆果系列、其他主营系列收入占比分别为15.08%、14.39%, 2016-2019三年复合增速分别达到56.65%和38.42%, 保持较高增速。

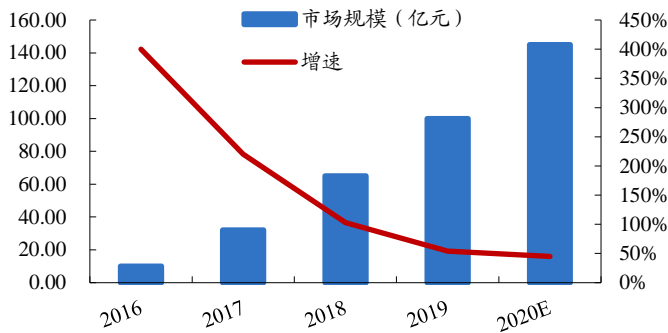
公司战略看好口味花生系列和口味性坚果系列的成长空间, 预计将在2021年二季度完成花生和口味性坚果各十余款新品上市, 配合“老三样”系列形成完整的产品矩阵布局, 公司选择发力口味花生系列和口味性坚果系列产品, 原因主要是:

(1) 市面上花生零食较多, 包括多味花生、酒鬼花生、鱼皮花生等多种口味, 但缺少核心品牌, 花生品类零食目前品牌效应不强, 大部分小公司处在尚未过亿的销售体量, 如行业中较有名气的黄飞红麻辣花生体量仍小且口味单一。甘源食品预计2021年二季度将完成口味花生品类布局, 推出麻辣花生、椒盐花生、紫薯花生等近15个新品, 口味齐全, 散装和包装共同推出, 有望对花生零食市场进行品牌整合。

(2) 口味性坚果单品丰富, 公司具有研发经验。据前瞻产业研究院数据显示, 2018年每日坚果市场规模为65亿元, 预计到2020年达到150亿元, 增速较快, 但因工艺过程主要包括烘干和分装过程, 进入难度不高, 各家企业纷纷涌入市场, 且较难做出差异化, 竞争较为激烈。与每日坚果相比, 口味性坚果根据每种坚果的口感特性进行口味研发, 公司经过“老三样”产品的多年积累, 在口味调配上有较为丰富的经验, 有望做出与“老三样”同体量的核心单品。参考韩国品牌汤姆农场推出的蜂蜜扁桃仁等产品, 带动公司销量从2013年的560亿韩元猛增到2018年的1400亿韩元, 远销海外, 5年复合增速达20%, 预计甘源食品布局口味性坚果品类有望快速成长。公司预计2021年二季度完成炭烧腰果、芥末味夏威夷果等15款左右的口味性坚果系列布局, 以袋装形式售卖, 打造产品矩阵, 提振公司收入。

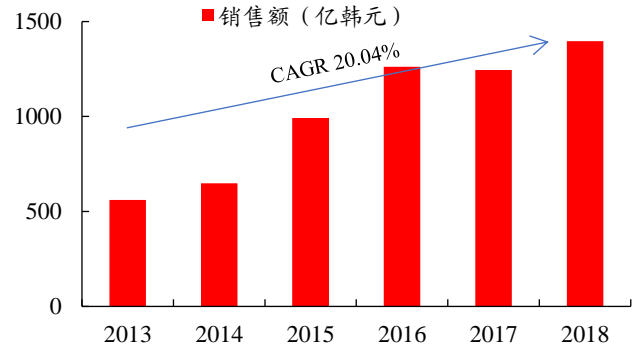


图27: 每日坚果市场规模预计稳步提升



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图28: 主打口味性坚果的韩国汤姆农场公司快速成长

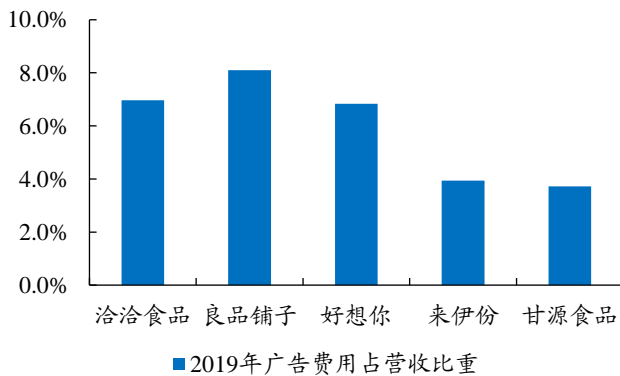


数据来源: 全球生活网、开源证券研究所

### 3.2、营销发力，提升品牌形象

对比头部公司，甘源品牌提升仍有潜力。随着居民消费结构升级，预计休闲零食行业将向品牌竞争过渡，具有品牌优势的公司将获得溢价。在坚果炒货零食行业中，线上品牌三只松鼠、良品铺子和百草味等借力互联网迅速攻占消费者心智，品牌力快速提升，其中三只松鼠通过高速成长，目前营收规模已经超过深耕线下多年的洽洽食品，而甘源食品作为主攻线下的年轻品牌，目前品牌力仍有待加强。对比各家公司广告费用占营收比重，甘源食品2019年广告费用仅占营业收入3.7%，为行业最低，营销投入仍有发力空间。

图29: 对比其他公司甘源食品营销端仍有发力空间



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图30: 公司投放营销广告，助力销售，提升品牌



资料来源: 公司官网

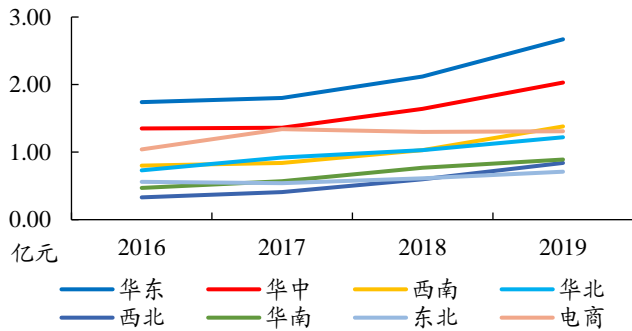
**加大广告投放，持续强化品牌。**甘源食品预计2021年将加大营销支出，在线上和线上大力投放广告，强化消费者对公司品牌的认知。公司2020年11月30日已与新潮传媒正式签约，2021年春节前，甘源食品将在全国20个城市，持续广告投放六周，每天16小时900次播放，将有效帮助提升公司的春节旺季销售。预计公司将继续与其他广告商合作，拥抱新媒体，广告投入匹配公司产品投放和铺货节奏，持续营销，充分提升公司品牌影响力，助力公司销售快速增长。

### 3.3、经销渠道为核心，线上线下一同步发展

上线城市收入占比较高，仍有提升空间。公司2016-2019年各区域销售稳步增长，2020H1在华东、华中、西南地区销售占比分别达到总营收的22.86%、17.76%、

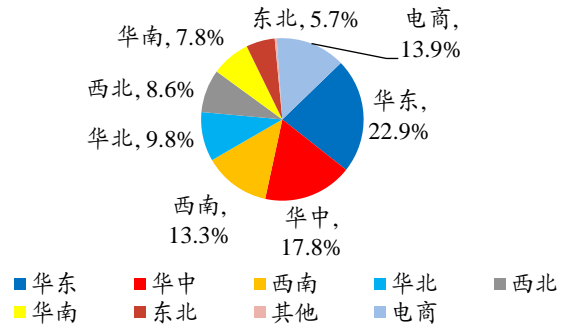
13.27%，其中山东、四川、湖南等地表现优异，目前公司在华东、华中、西南的一二线城市销售情况较好，收入贡献占比高，华南地区作为经济发达区域，仍有较大提升空间；三四线城市收入贡献较少，主要系产品矩阵尚未丰富，招商较难等原因。线上收入总体保持平稳，主因公司近几年渠道重点在线下经销部分。

图31: 2016-2019 年公司在各区域销售均增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

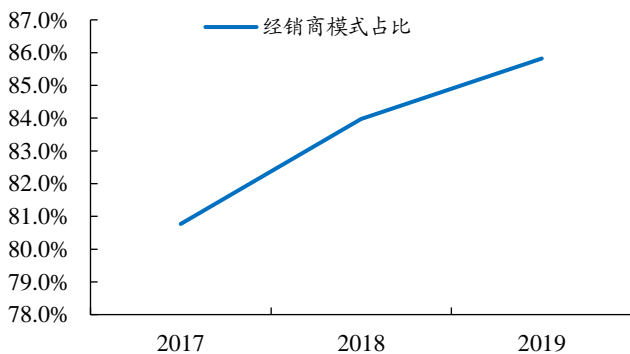
图32: 2020H1 华东、华中、西南地区销售领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

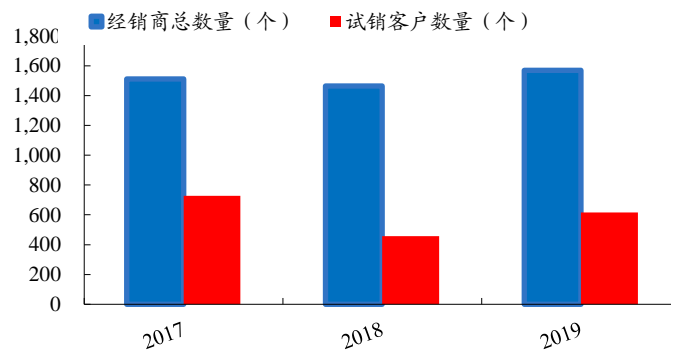
**公司经销模式为主，强化经销商管理。**公司渠道以经销商模式为主，电商模式为辅。2017-2019 年经销商模式营收占比分别为 80.57%、83.78%、85.62%，营收贡献稳步上升。公司与经销商维持稳定高效的合作，2017-2019 年正式经销商数量分别为 1512、1463 和 1569 家，公司未来将着重发展核心经销商，淘汰部分小经销商。公司与经销商的交易模式为先款后货，在产品交付并由经销商验收后，产品风险报酬转移至经销商，公司对经销商应收账款保持较低水平，目前公司应收账款大部分源于直营商超和京东等电商平台的销售；另外公司预收账款随着公司营业收入的提升，呈现增长趋势，公司不断强化对经销商管理，对渠道具有一定话语权。

图33: 公司经销模式收入占比稳步提升



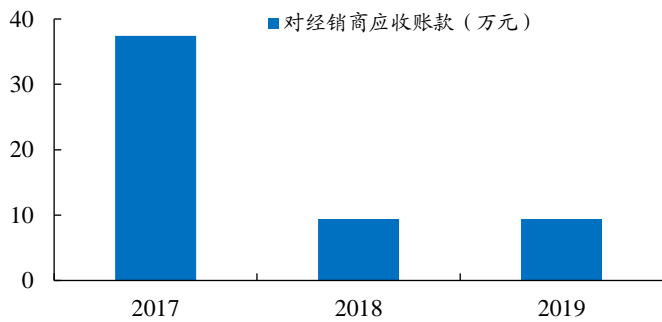
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图34: 公司正式经销商数量保持平稳



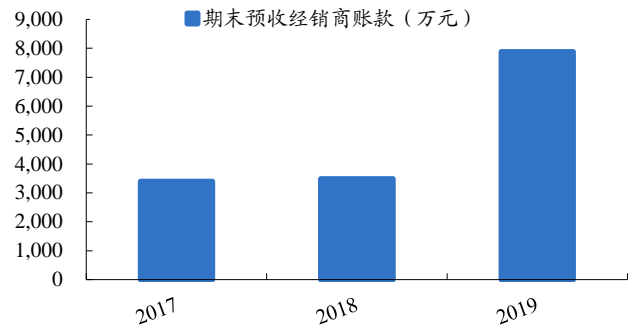
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图35: 公司对经销商应收账款较少



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 公司预收账款呈增长趋势



数据来源: Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

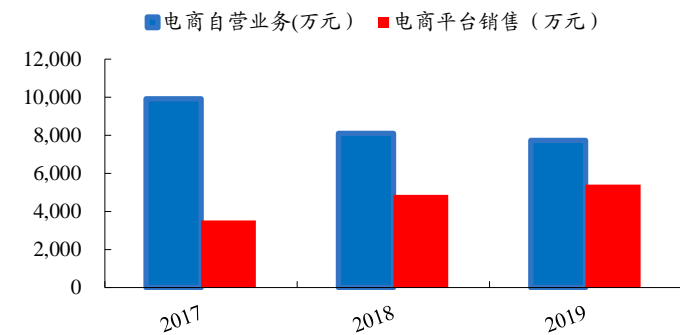
下线渠道覆盖较广，散装推进“店中岛”模式，袋装产品整组陈列，攻占消费者心智。公司产品覆盖包括全国大卖场、各类超市、便利店等各类终端，预计2021年二季度完成30个左右新品布局，新品统一采用黑色包装，丰富产品矩阵，与“老三样”产品共同开拓市场，产品统一使用独立小包装，以袋装和散装称重两种规格销售。同时，公司散装产品加速投放“店中岛”品牌专柜投放，满足消费者“一站购齐”的需求，强化品牌形象。2020年公司店中岛数量达到近一万个，其中1.8平方米的大岛近3000个，公司将持续投放，预计2021年1.8平方米的大岛将达到8000个，总共近15000个店中岛。袋装产品线下陈列投放上，公司要求经销商全品类进货，在终端货架上产品整组陈列，对消费者形成视觉冲击感，打造品牌效应，攻占消费者心智。

图37: 产品货架整组陈列和店中岛陈列提升品牌形象

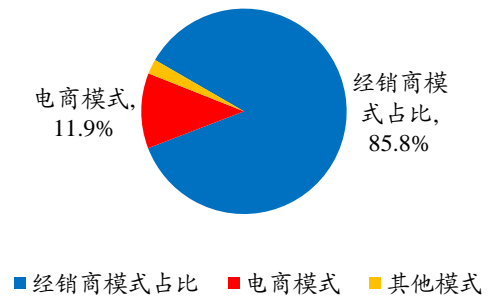


资料来源: 开源证券研究所

电商渠道布局，有望贡献增长。2019年公司电商自营业务和电商平台销售分别实现7724万元和5402万元的营收，目前线上销售模式占公司总收入比重12%左右，其中电商自营业务占比较大且毛利率水平更高；但由于公司产品与三只松鼠、良品铺子等品牌相比SKU较少，因此公司主动与京东超市、天猫超市等合作，其电商平台入口可以满足消费者全品类购物需求，流量更大，有助于公司提升销量，2017-2019年公司电商平台销售收入逐年增加。另外公司运营中心将在2021年春节后将整体搬迁至杭州西溪湿地阿里产业园，当地完善的商业配套和优质的人才储备有望帮助公司持续发力线上，同时微信、微博、直播、社区电商等新零售渠道有望为公司进一步提升贡献。

**图38: 公司电商平台销售逐步增长**


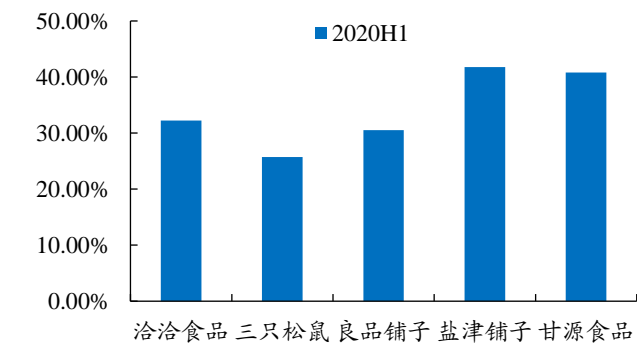
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

**图39: 2019年公司电商模式占比较小**


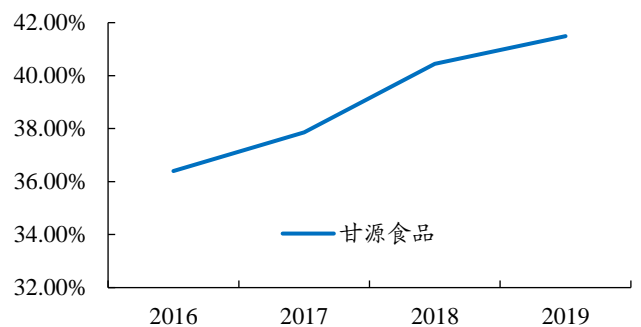
数据来源: 公司官网、开源证券研究所

### 3.4、毛利率水平较高，经营效率持续提升

**公司毛利率逐年提升，核心单品仍有提价能力。**甘源食品毛利率处于行业中较高水平，近年来毛利率水平不断提升，2020H1达到40.81%。公司在“老三样”核心单品上持续发力，获得市场认可，具有一定定价权，2017年受到原材料价格波动影响，公司对产品有过一次提价，对公司销售未产生不良影响；2020年下半年原材料棕榈油价格有所波动，公司成本有所提升，若原材料价格维持高位，预计2021年公司可能对“老三样”产品进行提价。公司在核心单品上掌握一定定价权，有利于公司通过提价向下游传导成本压力；同时当成本回落时，公司通常不跟随降价，能够享受成本下降带来的收益。

**图40: 公司毛利率水平处于行业高位**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图41: 甘源食品毛利率持续提升**


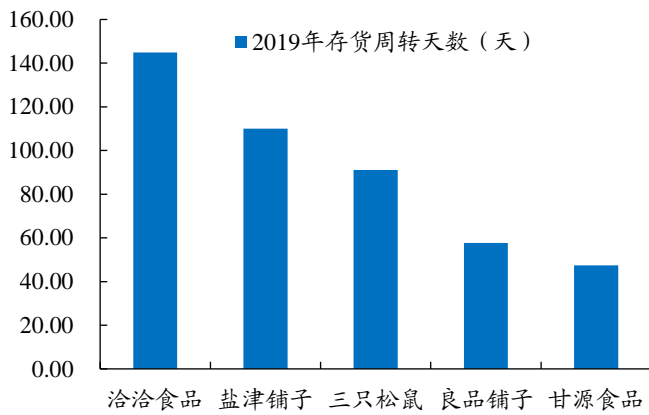
数据来源: Wind、开源证券研究所

**经营效率提升，工艺持续投入。**公司自主生产，近三年产能提升较快，从2017年的4.9万吨提升至2019年的5.9万吨；产能利用率逐步提高，从2017年的79.61%提升至2019年的85.83%；同时产销率维持高位，近三年保持在95%以上。

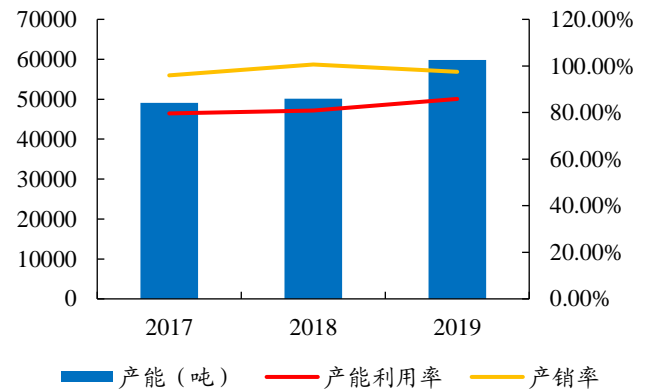
甘源食品采用的生产模式是以销定产，一般经销商每月下单订货2次，频率较高，公司根据订单制定生产计划，该生产模式能够保证公司的库存保持在合理水平，同时又不出现缺货现象，确保产品新鲜度，提升公司存货周转率。

甘源食品经过多年的发展，积累了独家的生产技术和经验，并取得了大量专利，在产品的制作配方、产线的流程精简、生产的工艺创新等各个方面都有斩获，这些技术积累保障了公司产品独特的风味和优良的品质，提升了公司的生产效率。另外随着公司的持续扩张，高标准化、高自动化的生产线能够保证产品质量，同时进一步发挥规模效应，节省人工和制造成本，提升公司经营效率。



**图42: 甘源食品存货周转天数较低**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**图43: 公司生产销售均处在较高水平**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**表4: 公司研发成果和在研项目丰富**

序号	名称	用途	所处阶段
1	各类产品配方和工艺	通过公司研发人员反复试验及调整总结得出,公司采取了严格的保密措施,保证核心技术安全	大批量生产
2	蟹黄味瓜子仁及其制备方法	用于蟹黄味瓜子仁的生产,具有口味独特、不宜炸糊,不易导致营养成分流失的优点。国家发明专利号: 201610533348.6	大批量生产
3	一种电磁振荡给料机	用于籽类产品调味前定量供料,可实现均匀给料,以方便控制即将称重的豆子重量,对豆子重量与配料比例起稳定作用,保证产品质量。国家实用新型专利号: 201420844550.7	大批量生产
4	一种物料称重机	用于籽类产品物料实行自动称量,做到数量准确,有效替代手工作业,减少二次污染。国家实用新型专利号: 20142084411126.7	大批量生产
5	一种用于裹粉机的进料设备	用于生产坚果与籽类裹粉产品进料时,提供一种自动化程度高、裹粉效果好、进料口结构简单、且密封效果好的设备。国家实用新型专利号: 201420844461.2、201420840953.4、201420841127.1、201420841028.3	大批量生产
6	一种浸泡豆类产品的设备	用于籽类产品浸泡过程中,可使得原料翻动旋转以实现充分浸泡,同时不损伤原料。国家实用新型专利号: 201420844465.0	大批量生产
7	一种热风循环烘箱	对于果仁类、籽类产品加工流水线中,对物料进行脱水烘干处理。该设备能够在烘箱内形成热风循环,提高热效率,减少能源消耗。国家实用新型专利: 2016208823675	大批量生产
8	一种豆类产线用的豆壳回收系统	用于蚕豆脱壳产线中对豆壳的回收,该设备可以自动收集加工中产生的废料,有利于环境卫生控制,节约了人力成本。国家实用新型专利号: 2016209725754	大批量生产



序号	名称	用途	所处阶段
9	传统小吃升级产品	现代化生产手段对传统小吃麻花、江米条、锅巴工艺进行升级优化	试销反馈
10	原料混装器	研究设计将不同比重、不同粒径的多种原料均匀自动混配设备	设备试用
11	农残品检测	引进气质色谱仪,提高农残品的检测速度与精度	设备实用
12	包材研制	对公司新产品包材设计一款使之符合产品特性、市场需求并满足产品质量要求的包材	小批量生产
13	变性淀粉的应用	变性淀粉应用于目前裹衣农产品的选择与优化	应用对比
14	原材料精选设备优化	设计快速去除原料中砂石、坏品等异常杂质并精准分级的精选设备	基础研究

资料来源:招股说明书、开源证券研究所

**募投扩张产能,助力持续成长。**公司2020年上市,募投项目包括位于河南安阳的3.6万吨休闲食品河南生产线建设项目,总投资4.13亿元,建设期3年,项目建成后,公司的生产能力将显著提升,南北双基地生产将有力支撑公司的销售布局,保障公司未来的快速扩张,提升公司的整体竞争力。

#### 4、盈利预测与投资建议

甘源食品定位坚果豆类炒货及延伸产品,休闲食品赛道优质,在增量行业下公司同时也受益于行业集中度的提升。公司新产品稳步投放,预计到2021年二季度完成产品矩阵布局,渠道端线下线上将协同发力,完整的产品矩阵有利于公司拓展更有实力的经销商,配合店中岛和广告投放提升品牌影响力。产能布局方面,萍乡工厂产能利用率保持高位,河南安阳新厂预计将在2021年7月投产,全部建成后将能够支撑30亿元以上的销售体量。

毛利率方面,2020年下半年棕榈油价格有所上涨,预计整体成本小幅上升,公司上次提价在2017年,我们预计公司在2021年可能对老三样产品进行小幅提价,另外随着公司产量快速提升,能够摊薄单位人工成本;综上所述,我们预计公司毛利率整体保持平稳,2020-2022年毛利率分别为41.6%、43.4%和43.4%。

费用及净利方面,公司2020年12月宣布与新潮传媒合作,在20个核心城市投放电梯广告,后续将加大营销投入,提升公司品牌力,预计未来销售费用率将保持增长趋势;管理费用方面公司2020年上市费用较高,预计2021年将有所下降;研发费用方面,公司持续开发新品、改良工艺,预计未来将保持小幅增长。

**表5: 分项收入预测: 新品快速放量, 2021年渠道拓张带来收入增长**

	2019A	2020E	2021E	2022E
青豌豆系列 收入(百万元)	274.06	315.88	405.59	475.76
YOY	31.04%	15.26%	28.40%	17.30%
毛利率	50.04%	50.44%	53.10%	53.47%
瓜子仁系列 收入(百万元)	278.70	304.20	390.60	458.17
YOY	9.73%	9.15%	28.40%	17.30%
毛利率	44.32%	44.87%	47.94%	48.46%
蚕豆系列 收入(百万元)	236.86	258.56	332.00	389.43
YOY	11.92%	9.16%	28.40%	17.30%

		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	45.25%	45.79%	48.76%	49.22%
综合果仁及豆果系列	收入 (百万元)	173.44	221.15	290.37	385.03
	YOY	26.35%	27.51%	31.30%	32.60%
	毛利率	26.41%	26.41%	26.41%	27.13%
其他主营业务	收入 (百万元)	143.45	182.93	240.19	318.50
	YOY	47.46%	27.52%	31.30%	32.60%
	毛利率	31.68%	32.35%	32.35%	33.01%
其他业务	收入 (百万元)	2.63	3.16	3.47	3.82
	YOY	25.84%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	87.83%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入 (百万元)	1,109.13	1,286	1,662	2,031
	YOY	21.7%	15.9%	29.3%	22.2%
	毛利率	41.60%	41.6%	43.4%	43.4%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要休闲食品企业绝味食品、良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品的估值水平，可发现 2021 年绝味食品、良品铺子、三只松鼠、盐津铺子、洽洽食品的估值水平分别为 55.20、45.41、36.07、36.88、31.54，而甘源食品估值水平为 30.4，低于行业平均水平。

表6: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价 总市值		EPS			PE		
		元	亿元	2020	2021	2022	2020	2021	2022
603517	绝味食品	94.4	574.55	1.32	1.71	1.98	71.52	55.20	47.68
603719	良品铺子	64.03	256.76	0.92	1.41	1.79	69.60	45.41	35.77
300783	三只松鼠	40.4	162.00	0.75	1.12	1.41	53.87	36.07	28.65
002847	盐津铺子	100.3	129.75	1.97	2.72	3.75	50.91	36.88	26.75
002557	洽洽食品	56.78	287.87	1.52	1.80	2.12	37.36	31.54	26.78
	平均值						57.37	41.53	33.53
002991	甘源食品	84.33	78.61	2.18	2.77	3.46	38.6	30.4	24.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：洽洽食品使用 Wind 一致预期，股价截止至 2021 年 2 月 23 日

公司作为头部坚果谷物炒货类休闲食品公司，管理层战略清晰，广告投放将提升品牌影响力，产品矩阵逐步搭建完善，线下线上同时发力，拓宽销售渠道，自建产能不断工艺创新，河南新工厂布局将为销售增长保驾护航。综上所述，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 12.86、16.62 和 20.31 亿元，同比增长 15.9%、29.3% 和 22.2%；归母净利润分别为 2.03、2.58 和 3.22 亿元，同比增长 21.1%、27.0% 和 24.8%；对应 EPS 分别为 2.18、2.77 和 3.46 元，当前股价对应 PE 分别为 38.6、30.4、24.4 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

## 5、风险提示

新品动销不及预期，原材料涨价风险，疫情发展影响，食品安全风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	305	431	556	801	958
现金	121	71	153	287	382
应收票据及应收账款	8	11	11	18	17
其他应收款	4	4	6	7	9
预付账款	9	7	12	12	17
存货	72	99	99	148	155
其他流动资产	91	239	275	329	379
<b>非流动资产</b>	378	431	427	493	551
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	278	260	304	341
无形资产	101	101	118	138	160
其他非流动资产	58	52	49	50	50
<b>资产总计</b>	683	862	982	1294	1509
<b>流动负债</b>	175	250	218	339	317
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	53	84	75	124	120
其他流动负债	122	165	142	215	197
<b>非流动负债</b>	102	108	108	109	109
长期借款	0	0	0	1	1
其他非流动负债	102	108	108	108	108
<b>负债合计</b>	277	358	326	448	426
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	70	70	93	93	93
资本公积	145	145	145	145	145
留存收益	192	290	392	489	638
<b>归属母公司股东权益</b>	406	504	656	846	1083
负债和股东权益	683	862	982	1294	1509

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	249	237	182	342	311
净利润	120	168	203	258	322
折旧摊销	26	28	27	31	37
财务费用	-0	-0	-3	-4	-7
投资损失	-6	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	117	41	-39	64	-34
其他经营现金流	-7	6	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-73	-216	-52	-146	-138
资本支出	164	76	-5	66	58
长期投资	84	-146	0	0	0
其他投资现金流	175	-287	-57	-80	-80
<b>筹资活动现金流</b>	-60	-70	-48	-63	-78
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	1	-0
普通股增加	0	0	23	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-60	-70	-71	-64	-78
<b>现金净增加额</b>	117	-50	82	133	96

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	911	1109	1286	1662	2031
营业成本	542	648	751	940	1150
营业税金及附加	10	14	15	19	23
营业费用	173	192	212	308	362
管理费用	36	38	42	55	70
研发费用	6	4	6	8	10
财务费用	-0	-0	-3	-4	-7
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	8	8	2	2	2
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	157	226	271	345	431
营业外收入	5	0	2	2	2
营业外支出	0	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	161	225	273	347	433
所得税	41	57	70	88	110
<b>净利润</b>	120	168	203	258	322
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	120	168	203	258	322
EBITDA	183	252	297	371	459
EPS(元)	1.29	1.80	2.18	2.77	3.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.7	21.7	15.9	29.3	22.2
营业利润(%)	80.1	44.3	20.1	27.3	24.8
归属于母公司净利润(%)	93.0	40.1	21.1	27.0	24.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.6	41.6	41.6	43.4	43.4
净利率(%)	13.2	15.1	15.8	15.5	15.9
ROE(%)	29.5	33.3	32.1	31.4	30.4
ROIC(%)	23.5	27.8	27.6	27.6	27.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.5	41.5	33.2	34.6	28.2
净负债比率(%)	-7.0	4.6	-9.3	-23.3	-27.1
流动比率	1.7	1.7	2.6	2.4	3.0
速动比率	0.8	1.3	2.0	1.9	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4
应收账款周转率	123.6	116.4	116.4	116.4	116.4
应付账款周转率	10.1	9.4	9.4	9.4	9.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.80	2.18	2.77	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	2.54	1.96	3.67	3.34
每股净资产(最新摊薄)	4.36	5.41	6.79	8.83	11.37
<b>估值比率</b>					
P/E	65.6	46.8	38.6	30.4	24.4
P/B	19.3	15.6	12.4	9.6	7.4
EV/EBITDA	42.7	30.4	25.4	19.8	15.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn